

## КЛЮЧОВИ ФАКТОРИ, ДВИЖЕЩИ АКТИВНОСТТА НА ВЪЛНИТЕ НА СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ

Феноменът на сделките по сливания и придобивания (M&A-Merger and Acquisition) се наложи като силно популярна форма за развитие на компаниите, създаващ външен растеж и диверсификация. M&A сделките са ключов момент, както за развитите, така и за развиващите се икономики и често са основният начин, чрез който компаниите са в състояние да осигуряват възвръщаемост на своите инвеститори, заинтересовани страни и собственици (Sherman, 2010). Посредством тях, силните компании могат да реализират по –висок темп на растеж от конкурентите си, гарантирайки, че по-слабите компании са придобити. Този род сделки регистрира съществен ръст в годините след 2000 г., като през 2004 г. са регистрирани над 30 000 сделки в световен мащаб (Gaughan, 2011). Sikora (2006) обяснява нарастващия брой сделки с фактори като ниска инфлация, дерегулация в отделни сектори на икономиката и бум на капиталовите пазари. През последните години се наблюдава съществен ръст на M&A сделките в индустрии с бърз темп на растеж като: здравеопазване, информационни технологии, софтуер, наред с традиционни сектори на икономиката като производство, индустриални стоки и услуги и хранителна промишленост. Засилената активност на сделките по сливания и придобивания провокира широк научен интерес към проблема, а бързо променливият им характер изисква постоянно актуализиране на научните изследвания. В тази връзка, настоящата статия си поставя за цел да изясни същността и основните видове на M&A транзакциите, както и ключовите фактори, движещи този процес.

### Същност и видове на M&A сделките

В корпоративните финанси термините сливане и придобиване често се използват като взаимосвързани, но е важно да ги разграничим. Gaughan (2011: 12) дефинира сливането като „комбинация от две компании, при която само една от компаниите продължава да съществува, а другата прекратява съществуването си“ . Или в хода на сливането, придобиващата компания добива контрол върху активите и задълженията на придобиваната компания. Sherman (2010:3) отбелязва, че „придобиващата компания запазва първоначалната си идентичност“. Подобно, Peng (2006: 377) определя сливането като „комбинация от активи, операции и управление на двете компании с цел

създаването на нова правна единица“, а придобиването като „трансфер на контрол над активи, операции и управление от компанията мишена към компанията-хищник“. Johnson et al., (2006: 349) определят придобиването като „придобиване на собственост над друга организация, фирма или компания“. Привидно, тези различия може да не са от голямо значение, доколкото резултатът от сливането и придобиването често е еднакъв, но стратегическите, финансовите, данъчните и културните аспекти на сделките може съществено да се различават. Наред с важноста за разграничаване между термините сливане и придобиване е и необходимостта за разграничаване между сделките по сливане и консолидиране. При консолидирането две или повече компании обединяват усилия за да формират изцяло нова компания. Този род сделки са особено характерни в сектора на финансовите услуги.

М&А сделките могат да бъдат категоризирани в три различни подвида: вертикални сливания; хоризонталните сливания и конгломератни сливания.

- При първия тип сделки се наблюдава комбинация от компании, имащи взаимоотношения на купувач - продавач. Тези сливания се случват когато участващите организации са ангажирани в свързани функции, но на различни етапи в процеса на производство (Scott,2003). Според Pfeffer (1972) очакванията са че вертикалната интеграция е по-вероятно да се прояви сред компании в индустрии, участващи в чести транзакции помежду си.
- Хоризонталните сливания се наблюдават когато организации осъществяващи подобни функции се обединяват за да увеличат мащаба на операциите си. При този род сделки се създават икономии от мащаба. Ако в резултат на хоризонталното сливане обединената компания регистрира ръст в пазарната си сила, но налице са антиконкурентни ефекти, то сделката може да попадне под ударите на антитръстовото законодателство (Gaughan, 2011).
- Третата разновидност на М&А сделките се наблюдава когато дадена компания придобива една или повече компании, които не се явяват нейни партньори или конкуренти, опериращи в различно направление на дейността. Основният мотив тук е диверсификация на риска от дейността. Този род сделки според Pfeffer (1972) са най-вероятни когато търговията е силно концентрирана и когато съществуват капиталови или законови ограничения пред реализирането на други възможни алтернативи за развитие на компанията (Scott, 2003).

Изследването на проявлението на сливанията и придобиванията от историческа гледна точка е важно, с оглед дефинирането на факторите, влияещи върху активността им. Както е известно М&А сделките се реализират в последователност на вълни, движени от икономическите промени, конкурентната борба, технологичните иновации, промените породени от глобализацията и регулаторните промени (Vancea,2012).

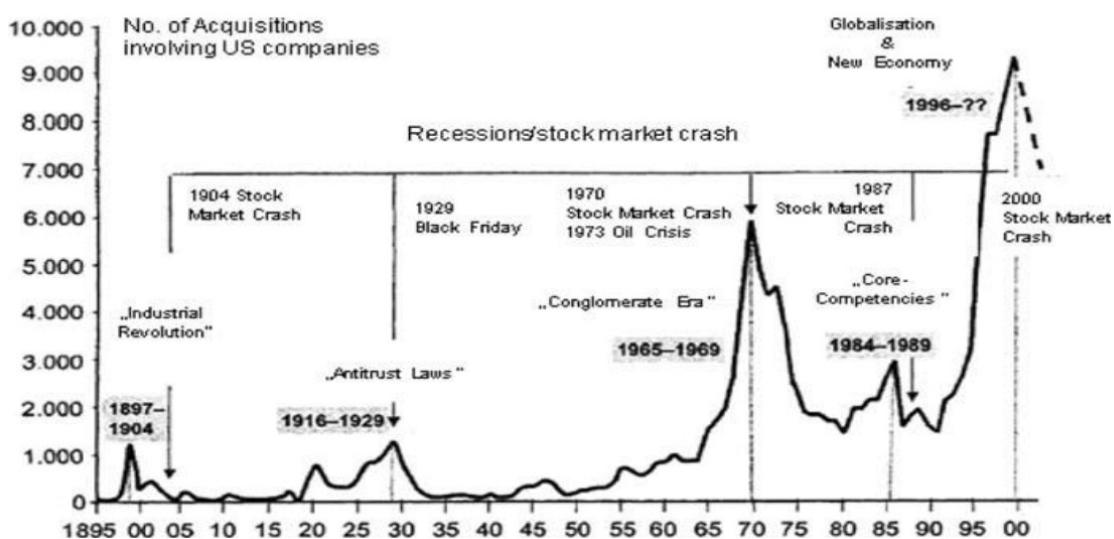
## Историческа перспектива на М&А сделките

Свидетели сме на шест вълни на сливане и придобиване, всяка от които притежава различни характеристики, които я отличават една от друга. С промяната на икономическите условия, дерегулацията на отделни сектори, приемането на нови закони и настъпилите технологични промени се развиват и характеристиките на вълните на сливания и придобивания. Като резултат се наблюдават различни комбинации от сливания, които създават както монополни, така и олигополни пазари.

Освен това, сливанията еволюират от враждебна тактика към стратегическо средство за компаниите, с помощта на което те се адаптират към променящата се околна среда. Или, различните М&А вълни са базирани на специфични мотиви и характеристики за съответния период от развитието им. Въпреки това, можем да обобщим, че съществуват прилики между отделните вълни, отнасящи се до политическите, регулаторните и макроикономическите фактори.

В следващото изложение ще се спрем на кратко на основните характеристики и движещи фактори на всяка от вълните на сделки по сливане и придобиване.

Графика 1. Представяне на вълните на сливанията и придобиванията



*Източник: Homberg, F & Rost, K & Osterloh, M. (2009): Do synergies exist in related acquisitions? A meta-analysis of acquisition studies. Review of Managerial Science, No. 3, p.76*

- *Първа вълна (1897-1904 г.)* – Хоризонталният вид сливания доминират първата вълна на сливания и придобивания в САЩ, в резултат на което се създава монополистичен пазар. Ето защо, първата вълна на М&А сделки е известна с ролята си за създаването на големи монополи. O'Brien (1988) отбелязва, че вълната не е в резултат на стремежа на компаниите да постигнат икономии от мащаба, а на стремежа им да увеличат пазарната си сила. През този период се наблюдават резултатите от слабите антимонополни регулации. Едва с появата на Sherman Antitrust Act през 1890 г. се предприемат мерки за ограничаване на монополизирането на пазара. В резултат на слабото прилагане на федералните антитръстови закони, в отделни щати, някои компании получават по-лесен достъп до капитали, разширяване на линиите на бизнес операциите им, като по този начин се създава плодородна среда за бизнескомбинации (Gaughan 2011). Или налице е съществено различие в активността на сделките по сливане и придобиване в различните щати. Краят на първата вълна е белязан от срив на капиталовите пазари и банковата система на страната.
- *Втора вълна (1916-1929 г.)* - Втората вълна на сливания и придобивания се характеризира с консолидирането на няколко индустрии и формирането на олигополи. Икономическият растеж е продиктуван от икономическия бум, последвал Първата световна война, лесния достъп до капитали и ниските нива на маржин. Съществуващото антитръстово законодателство не е достатъчно ефективно за да се бори със създаването на монополи, което води до появата на Clayton Act през 1914 г.. Sudarsanam (2010) отбелязва, че по-стриктното законодателство резултира в създаването на олигополи и вертикални сливания на компании от различни индустрии. На този етап се наблюдават и първите по големи формации от конгломератни обединения. Нерядко обединенията свързвали компании с подобни продуктови линии. Подобно на първата вълна и втората вълна завършва със срива на капиталовите пазари.
- *Трета вълна (1965-1969 г.)* - Бумът на икономиката през 60-те години създава плодородна почва за третата вълна на сливания и придобивания, известна още като конгломератна вълна. За периода от 1965 -1975 г.

конгломератният вид сливания формират 80 % от всички сделки. Целта на компаниите вече не е просто да разширят продуктите си линии, а да приложат диверсифицирана стратегия за растеж чрез сливане с компании опериращи в несвързани индустрии. На този етап не рядкост са и случаите, когато по-малки по мащаб компании придобиват по-големи пазарни участници. Според Shleifer et al. (1991) бумът на този род сделки се дължи на затягането на режима на антитръстовото законодателство (Cells Kefuaver Act от 1950 г.), което забранява обединенията сред компании от една и съща индустрия. От друга страна, Sudarsanam (2010) твърди, че диверсификацията се дължи на компании, които искат да намалят волатилността на доходите си, доколкото създаването на вътрешен капиталов пазар чрез диверсификацията подобрява алокацията на капиталите. Третата вълна приключва в резултат на петролната криза и икономическата рецесия на ранните 70-те години.

- *Четвърта вълна (1984-1989 г.)* - Уникалната характеристика на четвъртата вълна е съществената роля на враждебните сливания и придобивания (Gaughan 2011), към които компаниите се стремят с цел постигането на аномална възвращаемост за относително кратък период от време. Въпреки многото враждебни сливания, четвъртата вълна регистрира засилено внимание към стратегическите сливания. Компаниите възприемат както нападателни, така и отбранителни стратегии, което неименуемо усложнява процесите. Наред с това са реализирани редица сделки, проектирани да редуцират мащабите на дейността или да специализират операциите, като своеобразна корекция на вече създадените в третата вълна конгломерати. На този етап доминират най-мащабните сделки в парично изражение, които определят четвъртата вълна като вълната на мега сделките. Според Mitchell et al. (1996) дерегулациите на отделни индустрии, колебанията в цената на петрола, чуждестранната конкуренция и финансовите иновации са движещите сили за значителен дял от сделките през 80-те г. Крахът на капиталовите пазари от 1989 г бележи края на четвъртата вълна.
- *Пета вълна (1992-2000 г.)* - Петата вълна на сливания и придобивания продължава с големи сделки, като логично продължение на четвъртата вълна, но компаниите започват да се фокусират повече върху

осъществяването на стратегически и приятелски сделки, с предпочитание към дългосрочното сътрудничество между страните, а не върху краткотрайния финансов ефект. Капиталовият пазар бележи нови върхове, а компаниите финансират сделките посредством собствен, а не привлечен капитал. Отличителната характеристика на тази вълна е международния характер на сделките, продиктуван от стремежа на компаниите да завладеят нови пазари. Най-популярни стават хоризонталните интеграции на компаниите. Характерно е обединяването на транснационални компании /ТНК/ или свръхконцентрация на капитали. Огромен размах получават сливанията и поглъщанията във финансовата сфера.

- *Шеста вълна (2003-2007 г.)* – Ниските нива на лихвените проценти, като резултат от икономическата рецесия, дават силен тласък на предприемачеството и придобиването на частни компании и създават последната шеста вълна на сливания и придобивания. Един от двигателите на тази вълна е появата на апетитни сделки в развиващите се икономики като резултат от дерегулацията и приватизацията на държавни компании. Martynova et al.(2005) обясняват импулсът на вълната с отложените трансакции след терористичните атаки от 11 септември 2001 г. и акумулираните от компаниите свободни парични средства. Подобно на предходната вълна и тук сделките се финансират основно със собствен капитал. Тази относително кратка, но интензивна вълна на бизнескомбинации приключва със кризата на световните капиталови пазари от 2007 г.

### **Причини за появата на вълни на сливания и придобивания**

Изследванията в областта на сливанията и придобиванията показват модел на повторемост на сделките. Тези модели могат да ни помогнат да разберем мотивите и стратегиите за сливания, както и да помогнат на компаниите да идентифицират възможностите и заплахите на тази стратегия за растеж. Представените вълни на сливания и придобивания се характеризират с циклична активност и формират периоди с високи нива на бизнескомбинации, последвани от периоди с по-ниска активност.

Обяснението за вълните на сливания и придобивания често се разделя на неокласически и поведенчески подход. Неокласическият модел обяснява групирането на сливанията в клъстери като отговор на индустриите към различни шокове. Поведенческият модел, от друга страна, обяснява клъстерите с поведението на мениджърите, които се възползват от последователни грешки в ценообразуването на пазара за да придобият реални активи с надценени акции (Vancea 2012).

- *Неокласически подход* – компаниите реагират на различни шокове чрез реорганизация на бизнеса си, за да отговорят ефективно на възможностите, които шоковете разкриват. Целта на тези реорганизации е оптимизирането на операциите в по-рентабилни и благоприятни. Обикновено вълните на сливания и придобивания са причинени от комбинация от икономически, регулаторни и технологични шокове на пазара (Gaughan, 2011).

Икономическият шок съпътства бума на икономиката. За да могат да отговорят на бързо растящото търсене в икономиката, компаниите разширяват дейността си посредством M&A сделки, доколкото последните осигуряват по-бърза експанзия в сравнение с органичния растеж. Според Gort (1969) вълните на сливания и придобивания се основават на икономически смущения, водещи до реорганизация на индустрията. Като резултат честотата на M&A сделките варира значително в различните сектори на икономиката.

Регулаторният шок може да бъде под формата на отпадане на входни бариери и приемане на нови закони, които улесняват комбинациите и сътрудничеството между компаниите.

От своя страна, технологичният шок приема различни форми, доколкото технологичните промени може да доведат до драматични промени в индустрията или до създаването на нови индустрии (Andrade et al., 2001). За обеснение на вълните от сливания и придобивания служи и коефициента Q Tobin, който се използва от компаниите при вземане на решение за потенциална инвестиция. Високите му стойности предполагат, че активите създават стойност. Изследване на Jovanovic et al. (2002) установява, че технологичните промени водят до по-високи различия в стойностите на коефициента Q Tobin между компаниите. Като резултат се създават вълните на сливания и придобивания, или компаниите с

високи стойности на коефициента придобиват други с по-ниски значения на коефициента Q Tobin.

Един възможен отговор на икономическите, регулаторните и технологичните шокове е релокацията на активи чрез бизнескомбинации. В резултат на едновременната реакция и конкуренция между компаниите за придобиването на най-добрата комбинация от активи се създават клъстери и вълни на сливания и придобивания. Неокласическият подход може да се съотнесе към всяка една от разгледаните по-горе вълни. Антитръстовите закони са тези, които създават първата вълна на сливания и придобивания, докато водещият фактор при четвъртата вълна е дерегулацията на пазара. Необходимо условие за да се реализират М&А вълните обаче, според Harford (2005) е наличието на достатъчна капиталова ликвидност. Следователно, дори ако шоковете на индустрията не са близки във времето, предвид значението на капиталовата ликвидност, индустриалните вълни на сливания и придобивания, като реакции към шоковете, ще се групират във времето, за да се създаде съвкупна М&А вълна.

- *Поведенчески подход* - Подходът предполага положителна корелация между активността на сделките по сливания и придобивания и пазарната оценка на акциите на компаниите на фондовия пазар. Поведенческият подход дава обяснение защо обикновено вълните на сливания и придобивания се случват в периоди на бум на икономиката и капиталовите пазари, както и защо въобще се случват. Според него, М&А вълните са резултат от надценените пазари и точната времева преценка на мениджърите. С други думи, мениджърите използват надценените си акции за да придобият активи на подценени компании.

Поведенческият подход игнорира хипотезата за ефективните капиталови пазари и стремежа на мениджърите да максимизират акционерното богатство. Движеща сила според него е психологията на заинтересованите страни и стремежът на мениджърите да управляват голяма компания и да реализират висок темп на растеж на бизнеса.

Според Schleifer et al. (2003) бичите пазари създават групи от компании с надценени акции, които използват като валута за придобиването на активи на подценени компании-мишени. От друга страна мениджърите на компанията-мишена, предвид краткосрочният си времеви интерес са склонни да приемат



офертата за сливане с цел максимизиране на акционерната печалба. Или налице е печеливша сделка за двете заинтересовани страни. Като резултат от надценените акции на дадени индустрии се създават подобни на вълни групираня във времето.

Rhodes-Kropf et al. (2004) разработват алтернативно обяснение на това защо мениджърите на компаниите-мишени приемат заплащане с надценени акции на компаниите-хищници. Според тях, когато акциите на дадена компания са надценени, то много вероятно е цялата индустрия да е надценена. Ето защо, компанията-мишена следва да приеме офертата, а като резултат вероятността от появата на нова вълна на сливания и придобивания нараства. Аналогично е и твърдението на Ang et al. (2006) според които съществува релация между високите стойности на коефициента Пазарна към балансова стойност (M/B ratio) и активността на M&A вълните. Респективно индустриите, в които се наблюдават вълни на бизнескомбинации регистрират твърде ниски стойности на коефициента M/B след преминаването на вълната.

В рамките на настоящата статия, изборът на един от двата разгледани подхода за обясняване на активността на вълните на сделки по сливания и придобивания е на страната на неокласическия подход. Основанията за това са следните:

- Изследването на Harford (2005) за влиянието на макроикономическите фактори върху активността на вълните на сливания и придобивания през периода 1980-1990 г. Той обособява две групи фактори, свързани съответно с поведенческия и неокласическия модел за влияние. Резултатите дават ясни индикации, че икономическите, регулационните и технологичните фактори са движещите сили за активността на M&A сделките. Според тях шоковете предхождат индустриалните вълни на сливания и придобивания, създаващи клъстери от сделки, при които транзакционните разходи са ниски, а капиталовата ликвидност е висока.
- Изследването на Mitchell et al. (1996) относно четвъртата вълна на сливания и придобивания установяват, че променливите от групата на поведенческия модел са необходими икономически условия за наличието на M&A вълна, но не са достатъчни за да обяснят появата ѝ. По-вероятно е наличието на няколко шока, да провокират вълна на сделки по сливане и придобиване, отколкото обяснението да се търси в стремежа на мениджърите да предвидят динамиката на пазара.

— Налице е невъзможност на поведенческия модел да обясни вълните на сливания и придобивания при компании, които не са листвани на фондовия пазар. Акциите на затворени компании не могат да бъдат надценени, което елиминира възможността за обмен на надценени срещу подценени акции. Дори това да е възможно в единични случаи, вероятността това да се случи на ниво индустрия е твърде ниска, поради което поведенческият подход се отхвърля като модел за обяснение на активността на М&А вълните.

След като разгледахме двете отправни хипотези обясняващи активността на М&А сделките в следващото изложение накратко ще се спрем на някои ключови мотиви за иницирането на този род трансакции в рамките на неокласическия подход.

### **Икономически мотиви за инициране на М&А сделки**

Икономическата теория обяснява сделките по сливания и придобивания с редица причини свързани с повишаване на ефективността като синергия, увеличаване на пазарната сила, икономии от мащаба, оползотворяване на пазарните възможности, достъп до нови технологии, мениджмънт и др. (Таблица №1).

*Таблица № 1: Класификация на мотивите на М&А сделките*

<i>Стратегически мотиви</i>	<i>Икономически мотиви</i>	<i>Поведенчески (управленчески) мотиви</i>	<i>Финансови мотиви</i>
<p>Бърз растеж</p> <p>Придобиване вместо органичен растеж</p> <p>Диверсификация</p> <p>Отстраняване на конкуренцията</p> <p>Защитни ходове с цел предпазване от враждебно поглъщане</p>	<p>Синергични ефекти в стойността, реализирана по веригата</p> <p>Подобряване на ефективността</p> <p>Придобиване на уникални ресурси (технология, ноу-хау, лицензи, маркетингови умения, дистрибуционни канали, мениджмънт)</p>	<p>Увеличаване на продажбите</p> <p>Увеличаване на полезността от управлението</p> <p>Разделяне на собствеността и контрол</p> <p>Високомерие</p>	<p>Увеличаване на печалбите за акционерите</p> <p>Намаляване на цената на капитала и емисионните разходи</p> <p>Данъчни ефекти</p> <p>Достъп до свободни парични потоци</p>

*Източник: автора*

Компаниите, които искат да разширяват дейността си са изправени пред избора между вътрешен (органичен) растеж или *растеж чрез M&A активност*. Растежът посредством сливания и придобивания може да бъде значително по-бърз в сравнение с вътрешния растеж, доколкото компаниите могат да се развиват както в тяхната индустрия, така и в нови направления. Бизнескомбинациите са ефективен способ за навлизане на нови пазари, разширяване на производствените линии или оптимизиране на дистрибуционните канали на компанията. Рисковете на постепенното развитие при стратегията за вътрешен растеж се изразяват в бързата ответна реакция на конкурентите, съответно оползотворяването на благоприятната пазарна възможност и завземането на по-висок пазарен дял от последните. Много често сделките по сливания и придобивания са движени от конкретен тренд в съответна индустрия, като например бързо технологично обновление, силна конкуренция, промяна в предпочитанията на потребителите, натиск за редуциране на производствените разходи и свиване на потреблението (Sherman, 2010).

Друг пример за реализирането на стратегия за растеж посредством M&A активност е *навлизането на нови географски райони и интернационализацията*. Този род стратегии често е по-ефективен от гледна точка на разходите, по-бърз и асоцииран с по-ниско ниво на риска в сравнение със самостоятелното изграждане на чуждестранни операции. Това е така поради значително по-лесното и евтино придобиване на лоялност към бранда и взаимоотношения с клиентите и е особено валидно при стратегията за международен растеж. Компаниите, имащи успешен национален продукт разглеждат международните сливания и придобивания като способ за максимизиране на приходите и финансовия си резултат. Посредством тях компанните-хищници придобиват специфично ноу-хау за компанията-мишена, включително местна експертиза на служителите, разработени пазари и съществуващи дистрибуционни канали (Castellani et al., 2006).

Някои M&A сделки са мотивирани от нуждата за *промяна на корпоративното управление и идентичност*, например когато компанията-мишена ще допринесе за представянето на компанията-хищник в съвсем нов ракурс, със значителни нови възможности. Възможно е обратното схващане, когато мениджърските способности и експертиза на компанията-хищник са изключително ценни и ще резултират в ръст на пазарната стойност на компанията-мишена. Gaughan (2011) счита, че това е особено валидно при придобиването на малки стартъп компании, с висок потенциал за растеж. Алтернативна причина, свързана с мениджмънта е хипотезата на теорията

високомерието. Според нея мениджърите придобиват компании преследвайки личните си цели и интереси, като икономическите ползи остават на по-заден план сред мотивите за сделката.

Друг ключов мотив за осъществяване на M&A са *синергийните ефекти*. Синергията се разглежда като съвместни дейности на компаниите, които позволяват ефективно използване на ресурсите – производствени, финансови, човешки. Чрез съвместни дейности може да се постигне снижаване на производствените дейности и административно-управленските разходи и увеличаване на производството на стоки и услуги. Математическият модел на синергията е:  $1 + 1 > 2$ ; или  $2 + 2 = 5$ . Harding et al., (2004) разделят синергията на синергия на приходите (създаваща ръст в приходите) и синергия на разходите (оптимизираща разходите). Алтернативно Öberg (2006) я класифицира в зависимост от центърът ѝ на създаване в компанията: синергия на разходите, синергия на приходите, финансова синергия и пазарна синергия. Въпреки големите очаквания на заинтересованите страни за реализиране на синергийни ефекти, много често на практиката те попадат в т.нар. синергиен капан и не успяват да ги оправдаят.

## **Заклучение**

Сливанията и придобиванията са стратегически маневри, зад които стоят напълно ясни мотиви. Чрез тях компаниите получават бърз достъп до технологии, продукти, канали за дистрибуция и пазарен дял на компанията-мишена. Също така, компаниите могат да се сдобият с умения, чието вътрешно (органично) разработване би било неефективно на даден етап или да разрешат правен аспект на дейността си чрез обединяването с друга структура.

Този вид сделки се подготвят и функционират в определена среда. Тъкмо интернационализацията и глобализацията в световната икономика, като фактори на средата, предопределят в голяма степен различните вълни на сливания и поглъщания, те са техен продукт. Същевременно има основания да се твърди, че сливанията и придобиванията са не само продукт, но и ускорител на процесите на интернационализация и глобализация. Тази двустранна обусловеност е очевидна и има важна практическа стойност.

Настоящата статия разглежда неокласическата и поведенческата хипотези за появата на сливания и придобивания. Специално внимание бе отделено на ключовите икономически фактори определящи активността им. Въпреки, че въпросът защо М&А сделките настъпват на вълни е широко дискутиран в икономическата литература все още няма универсално приемлив отговор.

### Цитирана литература

1. Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E., (2001): New Evidence and Perspectives on Mergers in *Journal of Economic Perspectives*, vol.15, Number 2. 103-120
2. Ang, J. S., and Y. Cheng. (2006): Direct Evidence on the Market driven Acquisition Theory. *Journal of Financial Research* 29:199-216.
3. Castellani, D. and Zanfei, A., (2006): *Multinational Firms, Innovation and Productivity*. Edward Elgar Publishing. Cheltenham/Northampton
4. Gaughan, P., A., (2011): *Mergers, Acquisitions and corporate restructuring*, Fifth Edition. John Wiley & Sons
5. Gort, M. (1969): An Economic Disturbance Theory of Mergers. *The Quarterly Journal of Economics* 83 (4):624-642.
6. Harding, D., Rovit, S., (2004): *Mastering the Merger: four critical decision to make or break the deal*, Boston: Harvard Business School Publishing
7. Harford, J. (2005): What drives merger waves? *Journal of Financial Economics* 77 (3):529-560
8. Homberg, F & Rost, K & Osterloh, M. (2009): Do synergies exist in related acquisitions? A meta-analysis of acquisition studies. *Review of Managerial Science*, No. 3, 75-116.
9. Johnson, G., Scholes, K., and Whittington, R., (2006): *Exploring Corporate Strategy*. Text and Cases. Seventh Edition. Pearson Education.
10. Jovanovic, B., and P.L. Rousseau. (2002): The Q –theory of mergers. *American Economic Review* 92 (2):198-204.
11. Martynova, M., and L.D.R. Renneboog. (2005): *Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives*. Discussion Paper, Tilburg University, Center for Economic Research 2005 (107).
12. Mitchell, Mark, and Harold Mulherin. (1996): *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*. *Journal of Financial Economics* 41:193-229.
13. Öberg, C., Are mergers and acquisitions contagious?, *Journal of Business Research* vol.59, issue 12, 2006, p.1267-1275
14. O'Brien, A.P. (1988): Factory Size, Economies of Scale, and the Great Merger Wave of 1898-1902. *Journal of Economic History* 48:639-649.
15. Peng, M. W., (2006): *Global Strategy*. South-Western, United States
16. Pfeffer, J., (1972): Merger as a response to organizational interdependence. *Administrative Science Quarterly*
17. Rhodes-Kropf, Matthew, and S Viswanath. (2004): Market Valuation and Merger Waves. *Journal of Finance* 59:2685 - 2718
18. Schleifer, A, and Robert Vishny. (2003): Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70:295-311.

19. Scott, R., W.,(2003):Organizations. Rational, Natural, and Open Systems. Fifth Edition. Pearson Education
20. Sherman, A., J.,(2010): Mergers and Acquisitions from A to Z. Third Edition. New York. American Management Association.
21. Sikora, M.,(2006):Are there harbingers of the silly season?Mergers & Acquisitions: the Dealmaker's Journal, Vol. 41 Issue 10
22. Sudarsanam, S. (2010): Creating Value from Mergers and acquisitions: The Chalanges. 2nd ed. Harlow England Pearson Education Limited
23. Vancea, M.. (2012): An overview on the Determinants of Mergers and Acquisition Waves.Economic Science Series 21 (2):390-397.